

**PENGARUH KETIDAK SEIMBANGAN EKSTERNAL TERHADAP  
KEBIJAKAN MONETER DAN NERACA PEMBAYARAN INDONESIA:  
PERIODE TAHUN 1994 :1 – 2000:4**

***R Ramdan Achmad Djauhari***<sup>\*)</sup>

*Dalam suatu perekonomian terbuka, fluktuasi dari variabel-variabel makroekonomi akan mempengaruhi perekonomian suatu negara. Proses mekanisme transmisi telah menjadikan ketidakseimbangan eksternal berpengaruh terhadap ketidakseimbangan internal suatu negara. Besarnya Tulisan ini memfokuskan diri kepada neraca pembayaran dan bagaimana pengaruh perubahan yang terjadi terhadap kondisi moneter domestik. Pada dasarnya tulisan ini mempelajari kebijakan sterilisasi. Dimana dengan penerapan sistem nilai tukar yang cenderung dirty floated menyebabkan nilai tukar dapat berperan serta dalam kebijakan untuk mempertahankan keseimbangan perekonomian. Dua jenis kebijakan sterilisasi yang dibahas adalah (1) Kebijakan intervensi terhadap pasar valuta asing dan (2) Kebijakan untuk melakukan manajemen moneter. Faktor lainnya yang diperhitungkan dalam melihat pengaruh dari kebijakan sterilisasi adalah offsetting payment flow. Konsep-konsep tersebut memiliki peranan yang penting dikarenakan dapat menentukan keseimbangan keuangan domestik. Untuk mempelajari konsep-konsep diatas digunakan model-model berikut : (1) Fungsi reaksi otoritas moneter (2) Pendekatan moneter terhadap neraca pembayaran dan dalam penentuan nilai tukar. Hasil studi ini menunjukkan terdapat dugaan yang kuat berlakunya pendekatan moneter pada perekonomian Indonesia. Terdapat kecenderungan untuk melakukan akumulasi cadangan luar negeri ketika permintaan uang meningkat lebih cepat dari penawaran uang, kemudian kenaikan komponen kredit domestik cenderung memperburuk neraca pembayaran. Sedangkan kebijakan sterilisasi di Indonesia diarahkan untuk melakukan stabilisasi nilai tukar melalui intervensi terhadap pasar valuta asing dan manajemen kebijakan moneter untuk mencapai target pertumbuhan, tingkat harga, dan pengendalian uang beredar.*

---

<sup>\*)</sup> Mahasiswa Universitas Padjajaran, Bandung

## 1. PENDAHULUAN

Karakteristik perekonomian Indonesia yang memenuhi kriteria “small and open economy” yang menganut sistem devisa bebas dan ditambah lagi dengan penerapan sistem nilai tukar mengambang menyebabkan potensi gangguan yang timbul dari luar maupun potensi gangguan yang timbul dari dalam dapat mempengaruhi perekonomian domestik.

Semenjak tahun 1978, Indonesia sudah tidak menganut sistem nilai tukar tetap. Pada 14 agustus 1997, secara resmi pemerintah Indonesia mengumumkan bahwa sistem nilai tukar yang dianut adalah mengambang bebas (*free floating exchange rate system*). Namun, ada hal yang perlu dicermati dalam penerapan nilai tukar mengambang bebas pada tahun 1997 tersebut. Karena selama ini pemerintah tidak membiarkan nilai tukar benar-benar mengambang bebas. Pemerintah masih melakukan intervensi dan sterilisasi di pasar uang. Hal yang mendasari kebijakan intervensi tersebut adalah pasar 7 UU No.23 th 1999 tentang bank Indonesia yang secara eksplisit mengamanatkan tujuan untuk “mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah sebagai sasaran kebijakan moneter”.

Sebagai konsekuensi dari penerapan nilai tukar mengambang secara tidak penuh atau *dirty floating exchange rate system*<sup>1</sup>, menyebabkan nilai tukar menjadi sangat responsif, baik terhadap guncangan yang terjadi dari dalam (*internal shock*) maupun terhadap guncangan yang terjadi dari luar (*eksternal shock*). Kebijakan otoritas berupa intervensi sangat mutlak diperlukan untuk mengendalikan fluktuasi yang terlalu besar dari nilai tukar.

Kondisi neraca pembayaran memiliki peranan yang sangat penting karena memiliki dampak terhadap posisi cadangan internasional yang dimiliki oleh otoritas moneter. Sedangkan cadangan internasional secara langsung dapat mempengaruhi nilai tukar. Oleh karena itu kebijakan intervensi yang dilakukan oleh pihak otoritas memiliki konsekuensi yaitu adanya dilema antara pencapaian sasaran-sasaran domestik seperti pemenuhan tingkat kerja, pertumbuhan, dan pengendalian tingkat harga dengan upaya mempertahankan stabilitas nilai tukar stabilitas neraca pembayaran. Hal ini dikarenakan intervensi yang dilakukan akan mempengaruhi tingkat penawaran uang. Sehingga terjadi konflik antara pencapaian tujuan keseimbangan eksternal dengan keseimbangan internal.

*Trade off* yang terjadi tentu saja secara teori tidak terjadi ketika suatu negara menerapkan sistem nilai tukar mengambang secara penuh. Dikarenakan nilai tukar dengan sendirinya melakukan penyesuaian untuk mencapai keseimbangan eksternal. Sehingga kebijakan moneter dapat diarahkan sepenuhnya untuk mempertahankan keseimbangan internal.

Oleh karena itu, diperlukan suatu kebijakan moneter untuk mempertahankan keseimbangan internal. Namun, kebijakan moneter yang dilakukan menjadi tidak efektif

---

1 Maurice D. Levi, *International Finance*, McGraw-Hill Book Co., International Edition, Page 500

apabila kebijakan yang dilakukan ternyata menimbulkan aliran pembayaran (*offsetting payment flow*) baik berupa *capital inflow* maupun *capital outflow* yang tidak dapat disterilisasi. Sehingga tampaknya usaha yang dilakukan untuk menetralsir gangguan eksternal itu tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Efek yang ditimbulkan oleh kebijakan tersebut dipicu oleh adanya perubahan dari komposisi cadangan internasional dan domestik kredit yang akan mendorong perubahan dalam uang primer. Selanjutnya dengan proses multiplier perubahan tersebut akan mengakibatkan perubahan jumlah uang beredar, sehingga terjadi perubahan terhadap keseimbangan eksternal dan internal.

Dari penjelasan diatas sangat menarik untuk mengungkapkan bagaimana pengaruh dari kebijakan sterilisasi melalui intervensi pada pasar valuta asing dan melalui kebijakan manajemen moneter terhadap perkembangan perekonomian dan terhadap keseimbangan internal maupun eksternal.

## 2. LANDASAN PEMIKIRAN

Peranan neraca pembayaran dalam keseimbangan perekonomian domestik terletak pada kemampuannya untuk mempengaruhi jumlah uang beredar di suatu negara. Kondisi neraca pembayaran suatu negara selalu menjadi pusat perhatian bagi para pembuat kebijakan, karena defisit maupun surplus pada neraca pembayaran yang terus menerus akan mengakibatkan arus perubahan arus masuk dan keluar devisa. Konsekuensinya, cadangan internasional negara mengalami perubahan. Sedangkan perubahan pada cadangan internasional akan mempengaruhi komponen uang primer yang selanjutnya melalui proses transmisi akan mempengaruhi jumlah uang beredar dan akan mempengaruhi keseimbangan internal suatu negara.

Pada dasarnya besarnya pengaruh perubahan neraca pembayaran tergantung kepada dua faktor berikut :

1. Kebijakan sterilisasi yang dilakukan oleh otoritas moneter sebagai reaksi terhadap pergerakan neraca pembayaran.
2. Tingkat variasi komponen domestik dalam jumlah uang beredar yang mengalami *offset* dengan adanya perubahan pada neraca pembayaran. Dalam hal ini menunjukkan pengaruh yang ditimbulkan oleh adanya perubahan dalam komponen domestik dari uang beredar sebagai akibat dari pelaksanaan kebijakan moneter yang menimbulkan adanya *tradeoff* antara pencapaian tujuan internal dengan tujuan eksternal.

Dalam dapat disimpulkan bahwa neraca pembayaran dengan jumlah uang beredar

memiliki hubungan yang saling mempengaruhi, dalam bagian ini akan dijelaskan pengaruh hubungan ini dalam penerapan sistem nilai tukar mengambang tidak penuh. Fokus (perhatian) terbesar diarahkan kepada uang primer daripada jumlah uang beredar, mengingat perubahan yang terjadi pada neraca pembayaran secara langsung akan mempengaruhi uang primer. Sedangkan pengaruh perubahan atas neraca pembayaran terhadap pelipat uang (multiplier uang) terjadi secara tidak langsung. Kemudian mengingat uang primer merupakan variabel yang dapat dikendalikan secara langsung oleh otoritas moneter dibandingkan dengan jumlah uang beredar menjadikan uang primer mendapatkan perhatian pada studi ini.

## 2.1 Kebijakan Moneter dan Kebijakan Nilai Tukar

Kebijakan moneter memiliki peranan yang aktif dalam mempengaruhi potensi perubahan atas keseimbangan eksternal yang digambarkan dengan perubahan atas neraca pembayaran terhadap keseimbangan internal. Sebagaimana disebutkan pada bagian sebelumnya, perubahan pada neraca pembayaran akan mempengaruhi jumlah uang beredar melalui perubahan atas uang primer, yang selanjutnya akan mempengaruhi keseimbangan internal suatu negara.

Berdasarkan persamaan berikut :

$$M^s = m MB$$

Sedangkan  $MB = C + R$

Dimana;

$M^s$  = uang beredar

$m$  = nilai pengganda uang

$MB$  = uang primer

$C$  = currency

$R$  = cadangan internasional

yang berarti uang beredar akan mengalami perubahan apabila terjadi perubahan dalam uang primer sebesar nilai penggandanya. Maka dapat kita katakan perubahan yang terjadi atas neraca pembayaran akan berdampak kepada jumlah uang beredar dan mempengaruhi keseimbangan internal suatu negara.

Dalam hal ini otoritas moneter dapat melakukan kebijakan sterilisasi untuk mengurangi dampak gangguan ketidakseimbangan eksternal yang akan mempengaruhi keseimbangan internal suatu negara. Apabila otoritas moneter tidak mampu bereaksi terhadap perubahan yang terjadi maka neraca pembayaran yang defisit (surplus) akan menyebabkan terjadinya penurunan (peningkatan) atas komponen luar negeri dari uang primer (aset luar negeri), dan terjadi kontraksi (ekspansi) dalam jumlah uang beredar.

Otoritas dapat melakukan sterilisasi atas perubahan neraca pembayaran terhadap uang primer dengan melepas kendali atas nilai tukar, yaitu mengizinkan nilai tukar untuk bergerak dan mencapai keseimbangan baru yang akan memperbaiki neraca pembayaran dengan cara meminimalkan intervensi atas pasar valuta asing, atau dengan melakukan kebijakan sterilisasi intervensi terhadap aliran yang terjadi dengan menggunakan perangkat kebijakan moneter. Pilihan tersebut tergantung dari sistem nilai tukar yang dianut oleh suatu negara, dan tergantung dari seberapa pentingnya pencapaian tujuan internal dengan tujuan eksternal suatu negara.

Suatu negara dikatakan mengalami keseimbangan *internal* apabila seluruh sumberdaya produktifnya digunakan, dan tingkat harganya stabil. Pengerahan sumberdaya yang berlebihan (*over employment*) maupun yang dibawah standar (*under employment*) mengakibatkan pergeseran tingkat harga secara keseluruhan. Hal ini dapat menyebabkan terjadinya ketidakseimbangan internal (*internal imbalance*). Kebijakan moneter yang dapat memicu ekspektasi akan peningkatan tingkat harga dan upah akan menyebabkan terjadinya ketidakseimbangan internal meskipun terjadi pada kondisi tingkat tenaga kerja penuh (*full-employment*). Keseimbangan *eksternal* lebih sukar untuk didefinisikan daripada keseimbangan internal, karena tidak adanya ukuran-ukuran pasti seperti *full employment* dan kestabilan harga. Namun indikator keseimbangan neraca pembayaran biasanya digunakan sebagai tolok ukur keseimbangan eksternal suatu negara<sup>2</sup>.

Fleksibilitas dalam nilai tukar akan mengurangi dampak perubahan atas neraca pembayaran terutama pada cadangan internasional. Dengan tidak adanya intervensi berarti otoritas tidak memiliki kewajiban untuk melakukan pembelian maupun penjualan valuta asing sebagai respon terhadap kondisi neraca pembayaran (defisit/surplus), sehingga dampak yang ditimbulkan neraca pembayaran terhadap komponen uang primer dapat dihilangkan. Namun sebagai konsekuensinya, nilai tukar akan bergerak dengan bebas untuk menyesuaikan dirinya terhadap keseimbangan baru.

Sterilisasi juga dapat dilakukan melalui kebijakan moneter untuk mengatur pola pergerakan aset domestik sebagai komponen domestik dari uang primer. Operasi dapat dilakukan dengan operasi pasar terbuka, pengaturan tingkat diskonto, operasi swap, dan kebijakan lainnya. Kedua bentuk kebijakan sterilisasi tersebut dimaksudkan untuk memperkecil dampak yang ditimbulkan oleh ketidakseimbangan yang mungkin mempengaruhi internal perekonomian suatu negara.

### **2.1.1 Intervensi Terhadap Pasar Valuta Asing**

Dalam sistem nilai tukar mengambang terkendali, nilai tukar memiliki peranan

---

2 Paul R.Krugman and Maurice Obstfeld, *International Economics*, Harper Collins Publisher, 2nd edition

tambahan selain peran utamanya sebagai penentu nilai relatif antara domestik dan luar. Yaitu sebagai alat untuk melakukan manajemen moneter. Dalam sistem ini, nilai tukar berperan sebagai instrumen sterilisasi yang diakibatkan adanya perubahan dalam neraca pembayaran terhadap perubahan penawaran uang. Berdasarkan kondisi yang dialami oleh neraca pembayaran (surplus/defisit), otoritas moneter dapat melakukan kebijakan intervensi ke dalam pasar valuta asing.

Kondisi neraca pembayaran yang surplus mengindikasikan terjadinya apresiasi terhadap nilai tukar. Penerapan sistem nilai tukar mengambang terkendali menghendaki otoritas moneter melakukan intervensi pada pasar valuta asing untuk menjaga keseimbangan eksternal. Begitupun sebaliknya, apabila neraca pembayaran mengalami defisit mengindikasikan terjadinya depresiasi nilai tukar, sehingga pihak otoritas dapat melakukan intervensi dengan menjual cadangan internasional di pasar valuta asing.

Kebijakan intervensi yang dilakukan pada pasar valuta asing akan mengakibatkan berubahnya komponen cadangan internasional. Berubahnya komponen aset luar negeri yang dimiliki oleh pihak otoritas akan mempengaruhi besarnya uang primer, sehingga akibat dari dilakukannya kebijakan intervensi pada pasar valuta asing, mengganggu stabilitas internal suatu negara. Kebijakan intervensi tanpa memperhitungkan dampak perubahan atas uang primer dinamakan *unsterilized foreign exchange intervention*. Sedangkan kebijakan intervensi dengan menghadirkan sterilisasi terhadap uang primer untuk menghilangkan pengaruh eksternal terhadap perekonomian domestik dinamakan *sterilized foreign exchange intervention*.

### **2.1.2 Kebijakan Moneter Sterilisasi**

Seperti telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, transaksi keuangan yang terjadi di pasar valuta asing dalam bentuk intervensi otoritas moneter maupun kondisi yang terjadi terhadap neraca pembayaran menyebabkan adanya perubahan atas aset bank sentral dan menghasilkan perubahan yang sebanding dengan penawaran uang domestik.

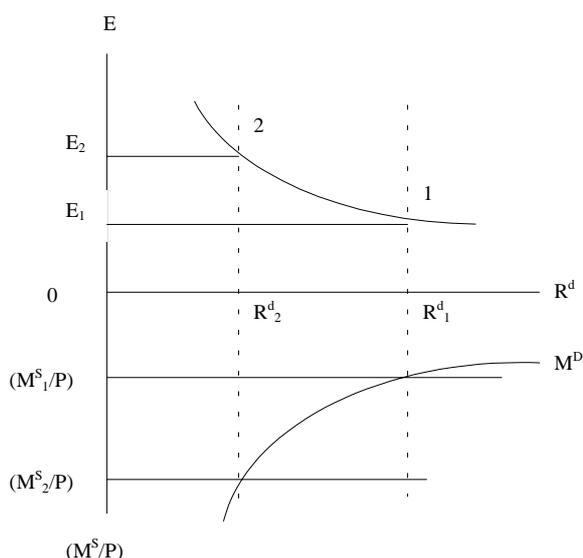
Kesimpulan yang dapat kita ambil mengenai kebijakan intervensi tanpa sterilisasi (*unsterilized intervention*) dalam pasar valuta asing adalah kebijakan intervensi yang tidak disertai dengan tindakan sterilisasi dimana aset domestik dijual (dibeli) untuk membeli (menjual) aset luar negeri akan meningkatkan (menurunkan) cadangan internasional, peningkatan (penurunan) jumlah uang, dan terjadinya depresiasi (apresiasi) dalam mata uang domestik.

Keberadaan kebijakan sterilisasi memiliki tujuan untuk meredam dampak-dampak tertentu yang ditimbulkan oleh operasi-operasi pada pasar valuta asing dan meredam dampak ketidakseimbangan pada neraca pembayaran dengan cara melakukan transaksi

aset-aset luar negeri dan domestik. Dengan penerapan kebijakan tersebut, diharapkan pengaruh kondisi eksternal tidak mempengaruhi keseimbangan internal suatu negara.

Kerangka model pendekatan moneter dalam penentuan kurs dan neraca pembayaran dapat memperjelas maksud diatas.

**Gambar 1**  
**Kebijakan Intervensi tanpa Sterilisasi**



Dalam grafik tersebut diasumsikan apabila nilai tukar telah mengalami apresiasi yang diakibatkan adanya gangguan eksternal. Untuk mempertahankan nilai tukar ke dalam kondisi semula, pihak otoritas melakukan intervensi (membeli) aset luar negeri dengan aset domestik. Efek yang ditimbulkan oleh pelaksanaan kebijakan tersebut sama saja dengan penambahan atas uang beredar.

Oleh karena itu, apabila jumlah uang beredar mengalami peningkatan (ditunjukkan dengan pergeseran kurva  $M^s$  ke  $M^s_1$ ), nilai tukar kembali mengalami apresiasi dari  $E_1$  ke  $E_2$ , nilai suku bunga domestik mengalami penurunan dan jumlah uang beredar mengalami kenaikan. Asumsi yang mendasari kerangka pemikiran tersebut adalah sifat aset domestik dan aset luar yang memiliki substitutabilitas yang sempurna, dimana pasar valuta asing akan berada dalam kondisi keseimbangan apabila harapan tingkat pengembalian (expected return) aset domestik dan aset luar sama besarnya.

Dengan model penentuan nilai tukar ini, intervensi sterilisasi dapat dibuktikan tidak memiliki efek terhadap nilai tukar. Dengan asumsi yang sama pada bagian yang lalu (perfect substitutability), intervensi yang disertai sterilisasi tidak akan merubah jumlah uang beredar

sehingga tidak mempengaruhi nilai suku bunga ( $i_r$ ) dan harapan tingkat pengembalian dari nilai tukar. Karena harapan tingkat pengembalian atas mata uang tidak terpengaruh, maka nilai tukar akan tetap pada kondisi semula, dan jumlah uang beredar tidak akan berubah. ( skema 1 menjelaskan bagaimana mekanisme sterilisasi yang dilakukan atas perubahan neraca pembayaran dan bagaimana pengaruh kebijakan mempengaruhi uang primer)

### **2.1.3 Aliran Pembayaran (*Offsetting Payment Flow*)**

Sejauh ini neraca pembayaran secara implisit masih diberlakukan sebagai faktor eksogen yang mempengaruhi uang primer. Dalam sistem nilai tukar mengambang tidak penuh, neraca pembayaran juga dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran uang domestik maupun asing baik dari sektor privat maupun sektor publik. Sehingga terdapat hubungan secara simultan diantara uang primer, yang dipengaruhi oleh kebijakan otoritas moneter dengan neraca pembayaran. Pendekatan moneter dalam neraca pembayaran dan nilai tukar digunakan untuk menjelaskan aliran pembayaran yang menyeimbangi atas adanya perubahan dalam komponen domestik dari uang primer (*Offsetting Payment Flow*).

Dimana dalam pendekatan ini neraca pembayaran dianggap sebagai fenomena moneter. Pendekatan ini digunakan sebagai alat analisis langsung antara pasar uang dengan neraca pembayaran. Pendekatan moneter mendefinisikan neraca pembayaran sebagai perubahan cadangan internasional (*internasional reserve*). Neraca pembayaran merupakan “automatic adjustment process” yang bekerja pada setiap terjadi ketidakseimbangan di pasar uang yakni, perbedaan antara likuiditas uang yang dipegang oleh masyarakat (Permintaan uang ( $M^d$ )) dengan likuiditas yang disediakan pada sistem moneter (penawaran uang ( $M^s$ )).

Menelaah mekanisme pendekatan moneter, berarti kita harus menghubungkan guncangan eksternal dan eksternal tersebut pada posisi keseimbangan pasar uang, baru kemudian menelusuri perilaku pelaku ekonomi untuk mengatasi ketidakseimbangan tersebut.

## **3. MODEL EKONOMETRIKA DAN METODE ESTIMASI**

Kerangka teoritis dalam bagian sebelumnya dapat digambarkan kedalam model ekonometrika yang menggabungkan fungsi reaksi otoritas moneter dan pendekatan moneter terhadap neraca pembayaran dengan penentuan nilai tukar. Konsep yang digunakan berdasarkan kerangka kerja Artus (1976), Girton (1977), Argy dan Kouri (1974), dan Herring dan Marston (1977), dimana mengintegrasikan beberapa konsep yang terdiri dari (1) Tekanan atas pasar valuta asing (*exchange market pressure*) (2) Intervensi terhadap pasar valuta asing, dan (3) Sterilisasi dengan menggunakan operasi moneter. Ketiga konsep dijelaskan secara masing-masing kemudian diintegrasikan untuk membentuk suatu sistem persamaan

simultan. Sedangkan model yang digunakan berdasarkan hasil penelitian dari Aleth L Yenko (1985), Linda Kamas (1987), dan Budi Setyono (1997).

Adapun Notasi yang digunakan adalah sebagai berikut :

$\ln$  = Logaritma natural

$E$  = Nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang luar negeri

$R$  = Cadangan internasional (international reserves)

$P$  = Tingkat harga dalam negeri

$P^*$  = Tingkat harga luar negeri (Amerika Serikat)

$DC$  = Kredit domestik (domestic credit)

$Y$  = Pendapatan riil dalam negeri

$Y^*$  = Pendapatan riil dalam kapasitas penuh

$i$  = Tingkat suku bunga domestik

$W$  = Kekayaan (wealth)

$i^*$  = Tingkat suku bunga luar negeri

$M_b$  = Uang primer

$M^s$  = Penawaran uang

$M^d$  = Permintaan uang

$D$  = Variabel dummy

$f$  = Error term

$a_1, \dots, b_1, \dots$  = parameter regresi

### 3.1 Fungsi Reaksi

#### 3.1.1 Fungsi Intervensi Nilai Tukar

Dalam sistem nilai tukar mengambang terkendali Pergerakan cadangan internasional dapat kita jadikan proxy sebagai intervensi yang dilakukan oleh pihak otoritas terhadap pergerakan nilai tukar. Identitas paritas menerjemahkan tingkat harga luar negeri ke dalam mata uang dalam negeri sebagai  $E = K \times P/P^*$ .

Melalui laju penyesuaian, intervensi otoritas moneter di pasar valas dapat mempengaruhi perilaku nilai tukar mata uang. Dengan mengasumsikan laju penyesuaian bersifat variabel dan dengan mengasumsikan bahwa koefisien intervensi tidak terpengaruh oleh komposisi tekanan pada pasar valuta asing. Maka dengan nilai tertentu, semakin rendah laju depresiasi makin besar penurunan cadangan internasional. Maka fungsi reaksi intervensi terhadap pasar valuta asing dapat dinyatakan dalam persamaan berikut:

$$\ln E = a_0 + a_1 \ln R + a_2 (\ln P - \ln P^* - \ln E_{-1}) + \varepsilon_1 \quad (1)$$

dimana  $a_1 > 0$ , dan  $a_2 < 0$ .

Persamaan tersebut merupakan fungsi intervensi yang dilakukan otoritas moneter terhadap nilai tukar dengan menggunakan komponen cadangan internasional sebagai alat yang digunakan. Hubungan antara cadangan internasional dengan nilai tukar diharapkan memiliki hubungan kuat secara positif.

### 3.1.2 Fungsi Kebijakan Moneter

Otoritas moneter memiliki beberapa instrumen untuk melakukan kebijakannya. Indikator domestik kredit dapat dijadikan patokan kebijakan yang dilakukan otoritas moneter, perubahan dalam kredit domestik akan berpengaruh kepada aset domestik bersih yang dimiliki oleh bank sentral.

Otoritas moneter diasumsikan melakukan manipulasi uang beredar untuk mencapai target internal dan eksternal. Target-target tersebut meliputi: *Pertama*, pertumbuhan output terhadap pertumbuhan potensial. Yang diperlihatkan dengan deviasi pertumbuhan aktual dari pertumbuhan trendnya. *Kedua*, target inflasi yang diperlihatkan oleh tingkat inflasi dunia. Kebijakan moneter ditujukan atas deviasi yang terjadi pada tingkat inflasi domestik dari tingkat inflasi dunia. *Ketiga*, keseimbangan neraca pembayaran (sebagai target eksternal) atau tidak terjadinya *loss* cadangan internasional internasional. Respon moneter terhadap perubahan dalam cadangan internasional bagaimanapun juga memiliki kaitan dengan target eksternal dan usaha mempertahankan kontrol terhadap jumlah uang beredar. Kenaikan dalam cadangan internasional akan mendorong adanya ekspansi kredit domestik untuk mengembalikan keseimbangan neraca pembayaran. Sehingga dalam usaha untuk melakukan kontrol terhadap jumlah uang beredar, kenaikan dalam cadangan internasional (  $R$  ) membutuhkan penurunan dalam kredit domestik. Hal ini memperlihatkan usaha otoritas moneter untuk melakukan sterilisasi terhadap aliran cadangan internasional.

Berdasarkan hal tersebut, maka fungsi reaksi otoritas moneter dapat dinyatakan sebagai :

$$DC = \varphi (R, P_{-1} - P_{-1}^*, Y_{-1} - Y_{-1}^*)$$

dalam bentuk logaritma linear dapat dinyatakan sebagai :

$$\ln DC = b_0 + b_1 \ln R + b_2 (\ln P_{-1} - \ln P_{-1}^*) + b_3 (\ln Y_{-1} - \ln Y_{-1}^*) + b_4 D + \epsilon \quad (2)$$

dimana  $b_1 < 0$ ,  $b_2 > 0$ ,  $b_3 > 0$ ,  $b_4 > 0$ . Variabel dummy dimasukan untuk melihat apakah ada perbedaan kredit domestik pada saat krisis ekonomi terjadi di Indonesia. Dari persamaan tersebut dapat diketahui bahwa kebijakan sterilisasi bukanlah merupakan fungsi yang eksogen yang ditentukan semata-mata oleh pihak otoritas saja, namun dipengaruhi oleh perubahan yang terjadi pada cadangan internasional yang memperlihatkan ketidakseimbangan eksternal.

Bagian pertama dari fungsi kebijakan moneter tersebut diharapkan memiliki hubungan negatif dengan alasan untuk mempertahankan jumlah penawaran uang, dan dengan mengasumsikan otoritas mempertimbangkan kondisi target uang primer agar perubahan pada cadangan internasional tidak mempengaruhi jumlah uang primer, dinyatakan dengan  $DMB = 0$ . Untuk memenuhi hal tersebut, maka kondisi berikut harus terpenuhi dimana :

$$DMB = 0 = D R + D C$$

$$\text{maka } -D R = D C$$

dimana perubahan yang terjadi pada cadangan internasional harus diimbangi oleh perubahan pada kredit bank sentral untuk mempertahankan keseimbangan internal.

### 3.1.3 Fungsi Neraca Pembayaran (*Exchange Market Pressure*)

Kebijakan sterilisasi sebagai salah satu instrumen dalam pengendalian moneter belum tentu akan mampu menetralkan perubahan yang terjadi, sehingga perubahan pada penawaran uang tetap terjadi. Hal itu terjadi karena kebijakan moneter yang dilakukan akan mengakibatkan timbulnya perubahan dalam tingkat suku bunga domestik. Hal ini akan merubah komposisi cadangan internasional melalui aliran perubahan terhadap neraca pembayaran dan mempersulit usaha untuk mengendalikan fluktuasi uang primer dalam rangka mempertahankan stabilitas internal. Dengan kata lain terjadi *offsetting payment flow*. Koefisien *payment flow* ini diperlihatkan oleh neraca fungsi pembayaran.

Pendekatan moneter memusatkan perhatiannya atas interaksi permintaan dan penawaran uang yang akan mempengaruhi neraca pembayaran. Permintaan uang dapat dijelaskan dengan fungsi berikut :

$$M^d = \mathfrak{f}(Y, P, i, i^*, e^e, W)$$

Dimana  $M^d$  memperlihatkan permintaan uang yang merupakan fungsi dari tingkat pendapatan ( $Y$ ) secara positif, tingkat harga domestik ( $P$ ) secara positif, tingkat suku bunga ( $i$ ) secara negatif, tingkat suku bunga luar negeri ( $i^*$ ), ekspektasi depresiasi dari nilai mata uang domestik ( $e^e$ ), dan variabel kekayaan ( $W$ ) secara positif.

Sedangkan penawaran uang dapat dinyatakan sebagai :

$$M^s = R + DC$$

dimana  $R$  menunjukkan cadangan internasional dan  $DC$  menunjukkan kredit domestik. Kondisi keseimbangan akan terjadi ketika  $M^d = M^s$ . Dengan mengasumsikan adanya mobilitas kapital yang sempurna, aset yang tersubstitusikan secara sempurna, tidak adanya premium risk nilai tukar, pasar yang efisien, dan terjadinya *uncovered interest parity*. Maka kita dapat

menulis kembali fungsi permintaan akan uang sebagai :

$$M^d = \alpha(Y, P, i, W)$$

Sehingga kita dapat menuliskan persamaan neraca pembayaran dalam bentuk logaritma linear sebagai :

$$\ln R = c_0 + c_1 \ln DC + c_2 \ln Y + c_3 \ln P + c_4 \ln i + f_3 \quad (3)$$

dimana  $c_1 < 0$ ,  $c_2 > 0$ ,  $c_3 > 0$ ,  $c_4 < 0$ ,  $c_5 > 0$ . Variabel W dihilangkan dari persamaan karena alasan tidak tersedianya data yang cukup mewakili variabel kekayaan. Koefisien  $c_1$  memperlihatkan koefisien *offset* dimana perubahan relatif dari kredit bank sentral akan mempengaruhi perubahan relatif dari neraca pembayaran secara negatif.

### 3.2 Metode Estimasi

Apabila dihubungkan, persamaan-persamaan diatas akan membentuk suatu sistem persamaan simultan dengan tiga persamaan dan tiga variabel endogen. (skema 2 menjelaskan integrasi/keterkaitan antar variabel dalam model sehingga menjelaskan hubungan simultan yang terjadi atas variabel-variabel yang membentuk persamaan tersebut dan sebagai pelengkap dihadirkan pasar uang luar negeri). Teknik estimasi yang digunakan adalah metode Two Stage Least Square, mengingat untuk ketiga persamaan tersebut setelah dilakukan pengujian rank dan order menunjukkan persamaan tersebut *Overidentified*, meskipun persamaan intervensi valuta asing ternyata tidak membentuk persamaan simultan secara penuh (hanya secara parsial) dengan persamaan lainnya, namun penggunaan metode TSLS ini masih diperbolehkan. Hanya saja untuk penentuan variabel predeterminan (instrument list) dari persamaan pertama tidak dapat dimasukkan dalam kedua persamaan lainnya, dikarenakan hubungannya yang tidak signifikan dalam mempengaruhi kedua persamaan tersebut.

## 4. DATA DAN HASIL ESTIMASI

Data yang digunakan dalam penulisan skripsi ini merupakan data kuantitatif tahunan pada periode 1994:1 sampai dengan 2000:4. Data tersebut diperoleh dari berbagai sumber diantaranya :

1. International Financial Statistic, IMF.
2. Laporan Bank Indonesia, BI.
3. Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia, BI.
4. Indikator Perekonomian Indonesia, BPS.
5. Data lain yang bersumber dari referensi studi kepustakaan melalui makalah, jurnal,

artikel dan bahan lain dari Perpustakaan Extension FE-UNPAD, Perpustakaan UNPAR, Perpustakaan Bank Indonesia dan BPS Bandung.

6. Bahan-bahan lain yang sekiranya dibutuhkan oleh pihak penulis.

Penggunaan data tersebut dimaksudkan agar penelitian yang dilakukan mencakup periode krisis nilai tukar yang melanda Indonesia.

Hasil estimasi yang dilakukan terhadap model ekonometrika yang digunakan dirangkum dalam tabel berikut :

**Tabel Hasil Regresi Model Reaksi Otoritas  
Moneter beserta Neraca Pembayaran**

Dependen	Variabel	Koefisien	t-statistik	S.E	R <sup>2</sup> , DW, F
Ln E	Ln R	0,635072	3,166184	0,200580	R <sup>2</sup> = 0,8883
	Ln P-Ln P*-Ln E <sub>-1</sub>	-1,354617	-8,236739	0,164460	Adj R <sup>2</sup> = 0,879
	Constant	-8,706370	-5,806922	1,499309	D test = 1,2078 F test = 96,383
Ln DC	Ln R	-3.510266	-1.855875	1.891435	R <sup>2</sup> = 0,7712
	LnP <sub>-1</sub> - LnP <sub>-1</sub> *	-4.236844	-2.337720	1.891435	Adj R <sup>2</sup> = 0,731
	LnY <sub>-1</sub> - LnY <sub>-1</sub> *	5.195672	2.725825	1.906092	D test = 1,4490
	Dummy	0.194886	1.387510	0.140457	F test = 24,627
	Constant	45.63008	2.538484	17.97533	
Ln R	Ln DC	-0.856824	-4.510658	0.189955	R <sup>2</sup> = 0,9160
	Ln Y	3.288597	4.171255	0.788395	Adj R <sup>2</sup> = 0,901
	Ln P	3.545926	4.833204	0.733660	D test = 1,2688
	Ln I	-0.009920	-0.182090	0.054476	F test = 64,593
	Constant	-1.845245	-1.091655	1.690318	

#### 4.1 Analisis Statistik dari Model

Untuk memperoleh pembahasan lebih mendalam lagi mengenai pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel tidak bebas dari model tersebut, maka hasil regresi yang telah diuji dengan beberapa pengujian, seperti *The Goodness of Fit (FoF)*, uji parsial (uji t), uji keseluruhan (uji F), dan uji autokorelasi menentukan nilai koefisien korelasi hasil estimasi dan aktual dari model yang digunakan. Untuk pengujian parsial dilakukan uji satu ujung (one tail) hal ini dikarenakan dalam model tersebut dihipotesiskan pola hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat. Sedangkan untuk pengujian autokorelasi dengan menggunakan pengujian Durbin Watson dan pengujian run. Maksud dari penggunaan

pengujian run adalah untuk menguji apabila dalam pengujian Durbin Watson ternyata persamaan yang diujikan masuk kedalam daerah ragu-ragu (indecision).

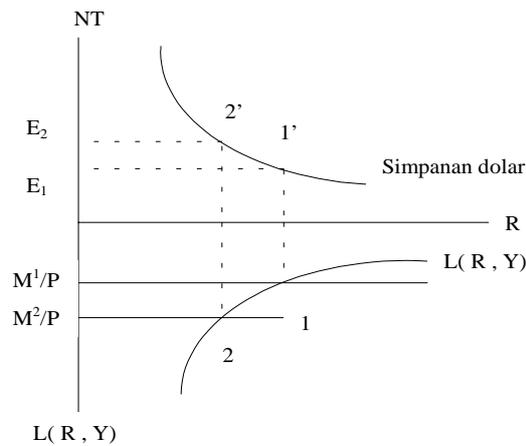
Hasil Hasil regresi diatas menunjukkan bahwa masing hampir seluruh variabel bebas dalam tiap-tiap persamaan secara signifikan mempengaruhi variabel tidak bebasnya sesuai dengan nilai variabel yang dihipotesiskan. Pada persamaan pertama seluruh variabel bebas mempengaruhi penyesuaian nilai tukar pada tingkat signifikansi 5 %. Pada persamaan kedua, variabel bebas cadangan devisa mempengaruhi kebijakan moneter pada tingkat signifikansi 5 % dan dummy mempengaruhi kebijakan moneter pada tingkat signifikansi 10 %, sedangkan variabel lainnya mempengaruhi pada tingkat signifikansi 5 %. Sedangkan pada persamaan ketiga variabel bebas kredit domestik, riil GDP, dan tingkat harga mempengaruhi neraca pembayaran pada tingkat signifikansi 5 %, namun variabel tingkat suku bunga SBI ternyata tidak mempengaruhi neraca pembayaran baik pada tingkat signifikansi 5 %, 10 %, maupun 20 %. Begitu pula dengan pengujian keseluruhan dari model (uji F) menunjukkan seluruh persamaan signifikan dalam menjelaskan variabel terikatnya. Dalam pengujian autokorelasi kesimpulan umum yang dapat diambil adalah tidak ada gejala autokorelasi pada model yang digunakan. Sehingga secara umum model yang digunakan sudah memenuhi kriteria BLUE.

## 4.2 Analisis Ekonomi dari Model

### 4.2.1 Model Intervensi Pasar Valuta Asing

Perubahan cadangan devisa menurut model ini dapat mempengaruhi pergerakan nilai tukar dimana dalam hal ini otoritas dapat mempengaruhi nilai tukar dengan cara melakukan intervensi terhadap pasar valuta asing dengan menggunakan cadangan devisa yang dimilikinya. Hubungan positif sebagaimana ditunjukkan oleh model sudah sesuai dengan kaidah ekonomi. Koefisien positif sebesar 0,635072 menunjukkan bahwa dengan asumsi faktor-faktor lain konstan (*ceteris paribus*) setiap perubahan cadangan internasional sebesar 1 persen akan menyebabkan perubahan terhadap nilai tukar sebesar 0,635072 persen. Perubahan terhadap nilai tukar tersebut terjadi dikarenakan perubahan (pertambahan) cadangan devisa secara teori akan meningkatkan uang yang beredar. Karena cadangan devisa diperhitungkan sebagai aset luar negeri yang merupakan komponen dari uang beredar (*money supply*). Dengan terjadinya peningkatan terhadap uang beredar, *ceteris paribus*, maka *real money balance* akan bertambah sehingga tingkat suku bunga menurun. *Interest parity condition* mengindikasikan terjadinya kapital outflow sebagai akibat dari penurunan tingkat suku bunga domestik, hasil akhirnya nilai tukar akan terdepresiasi (kurs meningkat).

**Gambar 2**  
**Mekanisme Penyesuaian Nilai Tukar**



Gambar tersebut menghubungkan keseimbangan yang terjadi di pasar valuta asing (bagian atas) dengan pasar uang domestik (bagian bawah). Dengan adanya peningkatan jumlah uang beredar sebagai akibat kenaikan cadangan internasional akan menggeser kurva penawaran uang  $M_s$  dari  $M^1 / P$  ke  $M^2 / P$ . Hal ini menyebabkan penurunan tingkat suku bunga dari  $R_1$  menjadi  $R_2$ . Penurunan dalam tingkat suku bunga ini akan mengakibatkan depresiasi dari nilai mata uang domestik.

Namun hal tersebut tidak berarti apabila pihak otoritas moneter ingin melakukan suatu kebijakan yang bersifat memperkuat nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing, maka dilakukan intervensi secara besar-besaran yang akan menurunkan nilai *reserve* dalam jumlah yang sangat besar sehingga uang primer akan mengalami penurunan dan melalui mekanisme yang sama akan mengapresiasi nilai tukar mata uang domestik. Karena dalam rangka memperkuat nilai tukar mata uang domestik, otoritas moneter tidak dapat melakukan intervensi dalam jumlah yang sangat besar yang akan membahayakan posisi cadangan devisa yang dimilikinya. Hal ini dikarenakan pihak otoritas memiliki target indikatif tertentu terhadap pergerakan instrumen kebijakan moneternya.

#### 4.2.2 Model Kebijakan Moneter

Kondisi eksternal dalam model ini diwakili oleh cadangan internasional, dimana melalui neraca pembayaran dan tingkat harga ketidakstabilan pada eksternal ini mengalami transmisi dan menyebabkan gangguan terhadap keseimbangan domestik. Koefisien pada variabel cadangan internasional tersebut menggambarkan kebijakan sterilisasi yang dilakukan oleh otoritas moneter yang bertujuan untuk memperkecil dampak ketidakstabilan eksternal yang dapat mengganggu perekonomian domestik. Nilai koefisien sebesar  $-3,510$

menunjukkan bahwa, dengan asumsi faktor-faktor lain konstan (*ceteris paribus*) setiap perubahan terhadap cadangan internasional sebesar 1 persen akan menyebabkan terjadinya perubahan dalam komposisi kredit domestik sebesar -3,510 persen. Hal ini memperlihatkan usaha untuk mempertahankan target uang primer yang dilakukan oleh otoritas moneter sebagai akibat adanya ketidakseimbangan pada tingkat eksternal. Otoritas moneter berdasarkan persamaan diatas bereaksi terhadap setiap perubahan eksternal yang dapat mengganggu keseimbangan internal dengan melakukan kebijakan sterilisasi untuk meminimalkan dampak yang terjadi terhadap ekspansi uang primer sebagai akibat adanya perubahan pada komposisi aktiva luar negeri.

Variabel kedua adalah perbedaan antara tingkat harga dalam negeri dengan tingkat harga dunia yang diwakili (*proxy*) oleh tingkat harga AS sebagai acuan. Variabel ini mempunyai koefisien negatif sebesar -4,236, artinya dengan asumsi pengaruh faktor-faktor lain diasumsikan konstan (*ceteris paribus*), maka setiap perubahan yang terjadi atas deviasi harga domestik tahun sebelumnya terhadap harga dunia tahun sebelumnya sebesar 1 persen akan menyebabkan perubahan terhadap kredit domestik sebesar -4,236 persen. Hal ini berarti berdasarkan persamaan tersebut diatas, kebijakan moneter selain ditujukan untuk melakukan sterilisasi terhadap ekspansi uang primer akibat adanya perubahan terhadap kondisi eksternal dari perekonomian, juga ditujukan untuk mengimbangi adanya fluktuasi harga domestik terhadap harga dunia. Dengan kata lain, bank sentral sebagai otoritas moneter berusaha untuk mempertahankan paritas daya beli dengan cara melakukan *counter* terhadap deviasi tingkat harga yang terjadi dengan menggunakan salah satu instrumen moneternya, yaitu kredit domestik. Tanda negatif pada koefisien ini sudah sesuai dengan hipotesis berdasarkan teori yang ada. Dimana apabila tingkat harga domestik lebih besar daripada tingkat harga dunia, maka otoritas moneter dapat melakukan kebijakan moneter yang cenderung ketat untuk menurunkan tingkat harga domestik hingga mencapai target tertentu dengan cara pengurangan jumlah uang beredar dan menyerap kelebihan likuiditas yang ada di masyarakat.

Variabel ketiga adalah deviasi atas perubahan pendapatan riil masyarakat terhadap pendapatan riil menurut trendnya. Variabel ini memiliki koefisien positif sebesar 5,195, artinya dengan asumsi pengaruh variabel-variabel lain konstan (*ceteris paribus*), setiap perubahan yang terjadi pada deviasi pendapatan terhadap trendnya sebesar 1 persen akan mengakibatkan perubahan terhadap kredit domestik sebesar 5,195 persen. Berdasarkan hal tersebut, bank sentral sebagai otoritas moneter melakukan kebijakan untuk mengakomodasi terjadinya pertumbuhan dari pendapatan riil masyarakat. Dalam hal ini diduga pihak otoritas mengizinkan perubahan atas uang primernya sejalan dengan perubahan yang terjadi pada pendapatan guna memenuhi kebutuhan likuiditas masyarakat akan uang untuk berbagai kepentingan seperti melakukan transaksi, dan keperluan lainnya.

Variabel keempat adalah variabel volatilitas nilai tukar sebagai akibat dari krisis ekonomi, yang melanda perekonomian Indonesia pada tahun 1997 sampai dengan tahun 1998. Variabel ini merupakan variabel kualitatif yang menunjukkan pengaruh terjadinya volatilitas nilai tukar terhadap kondisi kredit domestik. Dengan mengasumsikan variabel lain yang mempengaruhi persamaan reaksi kebijakan moneter ini konstan kecuali variabel kualitatif (*dummy*) yang menunjukkan volatilitas nilai tukar mata uang domestik ketika kondisi krisis perekonomian yang terjadi, maka dapat dilihat bahwa variabel ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan meskipun nilai koefisiennya tidak terlalu besar pada saat terjadinya krisis ekonomi yang melanda Indonesia. Diduga ekspansi kredit domestik pada saat terjadinya volatilitas nilai tukar terjadi dikarenakan adanya krisis yang menyebabkan terjadinya ekspansi kredit domestik yang dilakukan oleh sektor pemerintah terutama dengan dilakukannya kebijakan untuk melakukan restrukturisasi perbankan dan lembaga keuangan lainnya dimana dana yang dikucurkan menaikkan kredit domestik, uang primer, dan semakin bertambahnya jumlah uang beredar di masyarakat. Krisis yang melanda direspons oleh pemerintah dengan melakukan kebijakan yang dianggap perlu untuk mengembalikan kinerja perekonomian.

Secara umum, berdasarkan persamaan reaksi kebijakan moneter diatas dapat disimpulkan bahwa bank sentral sebagai otoritas moneter secara aktif melakukan kebijakan sterilisasi.

#### **4.2.3 Model Neraca Pembayaran**

Variabel kredit domestik menunjukkan pengaruh adanya kebijakan moneter yang dilakukan bank sentral terhadap neraca pembayaran. Variabel ini memiliki koefisien regresi sebesar -0,856, artinya dengan mengasumsikan pengaruh faktor-faktor lain konstan, setiap perubahan yang terjadi pada kredit domestik sebesar 1 persen akan menyebabkan perubahan pada cadangan internasional sebesar -0,856 persen. Artinya dapat disimpulkan kebijakan moneter pemerintah dengan menggunakan instrumen yang mempengaruhi nilai kredit domestik akan mempengaruhi neraca pembayaran. Hal ini sudah sesuai dengan teori neraca pembayaran, baik menggunakan pendekatan monetaris maupun dengan menggunakan pendekatan lainnya. Ekspansi kredit domestik berlebih yang dilakukan oleh pemerintah dapat menjadi penyebab terjadinya krisis neraca pembayaran, terlebih lagi dengan tingkat pendapatan nasional yang rendah dan dengan kondisi tingkat suku bunga yang tinggi akan semakin memperparah kondisi neraca pembayaran suatu negara. Hal ini terjadi pada tahun 1997 ketika Indonesia mengalami krisis ekonomi, tingkat pendapatan nasional mengalami penurunan, ekspansi kredit domestik yang dilakukan untuk stabilisasi perekonomian dan faktor-faktor lain yang mempengaruhi kondisi perekonomian pada saat itu menyebabkan neraca pembayaran Indonesia mengalami krisis. Memburuknya neraca

pembayaran menyebabkan cadangan internasional yang dimiliki tidak mampu lagi mempertahankan kejatuhan nilai rupiah terhadap dolar AS. Hal ini menjadi penyebab beralihnya sistem nilai tukar yang dianut Indonesia.

Variabel kedua adalah pendapatan riil masyarakat domestik, yang ditunjukkan oleh PDB riil, mempunyai koefisien positif sebesar 3,288. Angka ini menunjukkan bahwa, dengan asumsi faktor-faktor lain konstan setiap perubahan pendapatan sebesar 1 persen akan menyebabkan perubahan terhadap cadangan internasional (neraca pembayaran) sebesar 3,288 persen. Pengaruh pendapatan terhadap neraca pembayaran menurut pandangan monetaris memiliki hubungan positif. Perubahan dalam pendapatan masyarakat akan mempengaruhi keseimbangan di pasar uang domestik melalui perubahan terhadap permintaan uang domestik. Adanya peningkatan pendapatan masyarakat akan meningkatkan permintaan uang. Apabila hal ini tidak terjadi diimbangi oleh ekspansi kredit domestik oleh pemerintah, maka kenaikan yang terjadi akan mendatangkan surplus bagi neraca pembayaran.

Variabel ketiga adalah tingkat harga domestik. Variabel ini mempunyai nilai koefisien positif sebesar 3,545. Angka ini menunjukkan bahwa, dengan mengasumsikan faktor-faktor lain konstan, setiap perubahan terhadap tingkat harga sebesar 1 persen akan mengakibatkan perubahan dalam cadangan internasional sebesar 3,545 persen. Faktor harga dalam pendekatan moneter secara tidak langsung mempengaruhi neraca pembayaran melalui perubahan terhadap permintaan uang di pasar domestik. Dengan terjadinya peningkatan harga, masyarakat akan berusaha untuk mengembalikan keseimbangan uang riilnya. Hal ini akan meningkatkan permintaan akan uang domestik dan mendatangkan surplus terhadap neraca pembayaran.

Variabel keempat adalah tingkat suku bunga domestik, yang diwakili oleh tingkat suku bunga SBI 3 bulan di Indonesia. Variabel ini memiliki nilai koefisien negatif sebesar 0,009. Artinya setiap perubahan dalam tingkat suku bunga SBI sebesar 1 persen akan menyebabkan terjadinya perubahan dalam cadangan internasional sebesar -0,009. Nilai koefisien ini menunjukkan pengaruh tingkat suku bunga terhadap permintaan uang di Indonesia hampir tidak ada sama sekali, karena nilai koefisien yang sangat kecil dapat ditafsirkan hampir tidak berpengaruh sama sekali. Namun hubungan antara variabel tingkat suku bunga ini dan neraca pembayaran sudah sesuai dengan yang dihipotesiskan, dimana variabel tingkat suku bunga juga mempengaruhi kondisi neraca pembayaran secara negatif melalui perubahan dalam keseimbangan di pasar uang domestik. Peningkatan dalam tingkat suku bunga akan mempengaruhi permintaan uang domestik dikarenakan semakin tingginya motif berspekulasi yang selanjutnya akan menurunkan permintaan terhadap uang domestik. Hal ini akan memperburuk neraca pembayaran, dan menurunkan cadangan internasional suatu negara. Kemudian dalam penelitian ini tidak berarti tingkat suku bunga SBI 3

bulan terhadap permintaan uang diperlihatkan dengan uji signifikansi yang menunjukkan bahwa variabel ini tidak mempengaruhi neraca pembayaran secara signifikan baik pada tingkat signifikansi 1 persen, 5 persen, maupun 20 persen.

## 5. KESIMPULAN

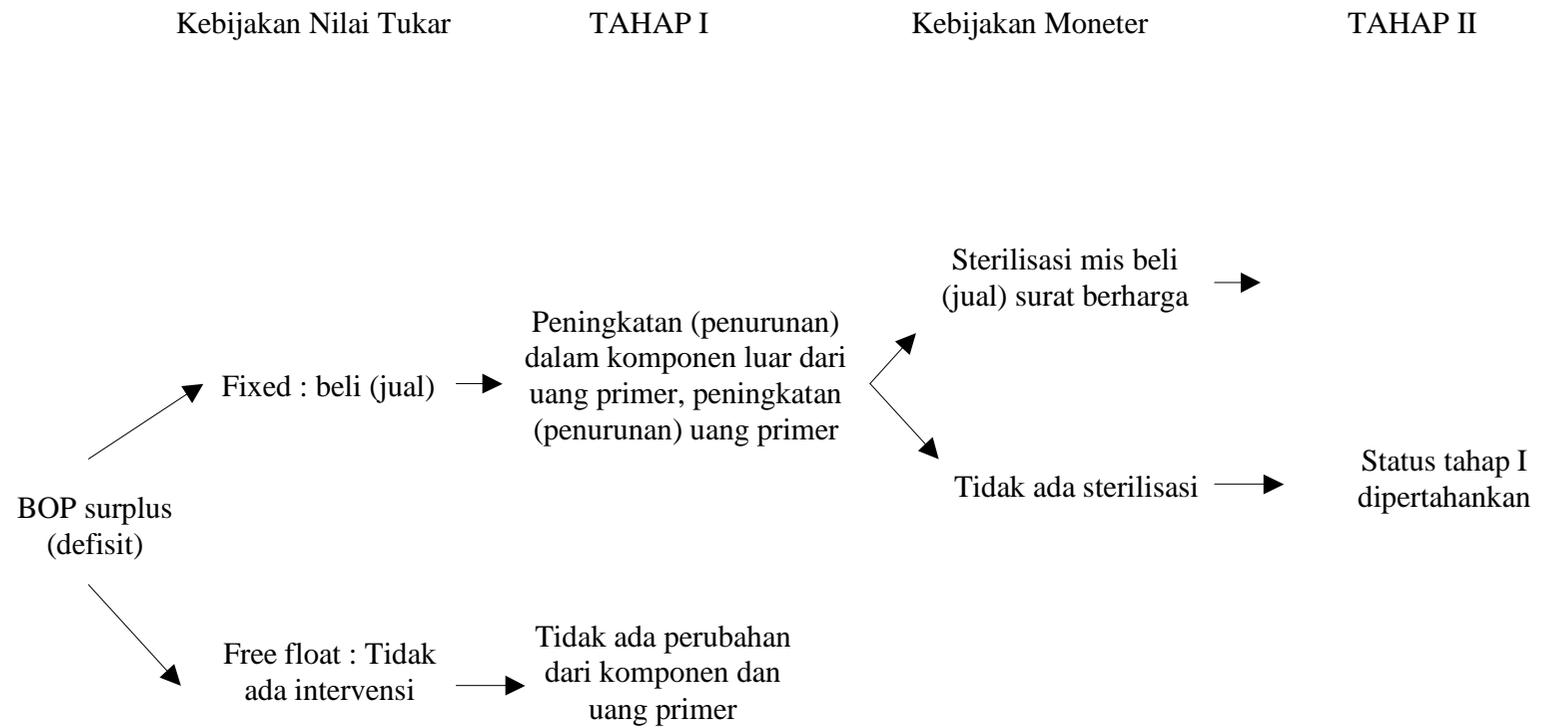
Semakin terbukanya perekonomian domestik terhadap luar menyebabkan gangguan yang timbul dari luar akan mempengaruhi perekonomian di dalam negeri. Kebijakan stabilisasi baik melalui kebijakan moneter sterilisasi maupun melalui intervensi di pasar valuta asing selain tergantung pada kondisi perekonomian juga tergantung pada sistem nilai tukar yang dianut. Berdasarkan uraian pada bagian sebelumnya, secara umum dapat disimpulkan bahwa (1) Terdapat hubungan antara kebijakan intervensi dengan pergerakan nilai tukar. Namun dalam melakukan intervensi terhadap pasar valuta asing, tidak berarti pihak otoritas moneter harus melakukan kebijakan yang membahayakan posisi cadangan devisa yang dimilikinya. (2) Bank sentral sebagai otoritas moneter secara aktif melakukan kebijakan sterilisasi di pasar valuta asing guna memperkecil dampak ekspansi atas uang primer sebagai akibat dari adanya perubahan komponen aktiva luar negerinya. Kemudian bank sentral juga menyesuaikan kebijakan moneternya terhadap pengendalian tingkat harga yang dalam model ini diasumsikan bahwa untuk menjaga paritas daya beli, bank sentral menjaga agar tingkat harga domestik tidak terlalu jauh dari tingkat harga dunia. Dan dilakukannya kebijakan moneter untuk mengakomodasi pertumbuhan pendapatan masyarakat. (3) Pola pergerakan neraca pembayaran di Indonesia sudah sesuai dengan hipotesis pendekatan moneter terhadap neraca pembayaran. Dimana terdapat kecenderungan terjadinya akumulasi atas cadangan internasional ketika permintaan uang meningkat lebih cepat daripada penawaran uang, dan kemudian kenaikan komponen kredit domestik cenderung memperburuk neraca pembayaran. Hal ini memperlihatkan terjadinya *tradeoff* yang terjadi sebagai konsekuensi untuk mempertahankan keseimbangan internal.

## REFERENSI

- Batiz, Francisco L. Rivera, F. Rivera, "*International Finance and Open Economy Macroeconomics*", 2<sup>nd</sup> edition, Macmillan Publishing Company, New York, 1994
- Bank Indonesia, "*Laporan Tahunan*", berbagai terbitan
- Bank Indonesia, "*Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia*", Directorate of Economic Research and Monetary Policy, Jakarta 2002

- Bain, A. D, “*The Control of The Money Supply*”, Penguin Modern Economics, 2<sup>nd</sup> edition, New Zealand, 1976
- Djiwandono, Joseph Soedradjat, “*Perkembangan Teori Neraca Pembayaran*”, *E k o n o m i Keuangan Indonesia*, Vol. XXVIII No.3, September 1980
- Galati, Gabriele and Will Melick, “*Central Bank Intervention and Market Expectations*”, BIS Papers, Monetary and Economic Department, April 2002
- Gordon, Robert. J, “*Macroeconomics*”, 5<sup>th</sup> edition, Little Brown & Company, Boston, 1993
- Gujarati, Damodar, “*Basic Econometrics*”, 3<sup>rd</sup> edition, McGraw-Hill, New York, 1994
- International Monetary Fund, “*International Financial Statistics*”, berbagai edisi
- Johnson, Harry G, “*Monetary Approach to Balance of Payment Theory and Policy*”, *Economica* Vol. 44, August 1977
- King, Philip, “*International Economics and Economic Policy*”, McGraw-Hill, 2<sup>nd</sup> edition, 1990
- Krugman, Paul R and Maurice Obstfeld, “*International Economics : Theory and Policy*”, Harper Collins, New York, 1988
- Kamas, Linda, “*The Balance of Payments Offset to Monetary Policy : Monetarist, Portfolio Balance, and keynesian Estimates for Mexico and Venezuela*”
- Levi, Maurice. D, “*International Finance*”, International Edition, McGraw-Hill, 1990
- Mishkin, Frederick S, ”*The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*”, 3<sup>rd</sup> edition, Harper Collins Publisher 1992
- Pilbeam, Keith, “*International Finance*”, MacMillan Publishing Company, New York, 1994
- Setiyono, Budi, “*Analisis Jangka Pendek Ketidakstabilan Moneter : Pengaruhnya Terhadap Proses Penyesuaian Kondisi Makroekonomi Indonesia Periode 1990.1 – 1994.4*”, Skripsi, FE-UNPAD, Bandung, 1997
- Syahid, Maulana, “*Analisa Penentu Neraca Pembayaran Indonesia Periode Tahun 1980-1996 Menurut Sudut Pandang Pendekatan Moneter Terhadap Neraca Pembayaran*”, Skripsi, FE-UNPAD, Bandung, 1999
- Situs Bank Indonesia <http://www.BI.go.id>.
- Yenko, Aleth L, “*Monetary Base Management and BOP Movement*”, *Asean Economic Bulletin*

**Skema 1**  
**Kebijakan Sterilisasi Neraca Pembayaran**



**Skema 2**  
**Integrasi dari Model**

